

## 电广传媒 (000917.SZ)

## 综合传媒行业

评级：持有 下调评级

业绩点评

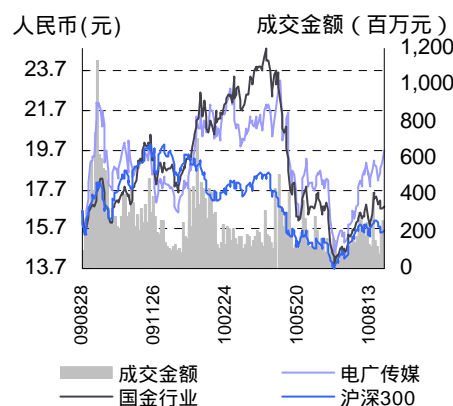
市价(人民币)：19.67元

## 业绩符合预期,关注区域网络整合

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	318.72
总市值(百万元)	7,993.46
年内股价最高最低(元)	23.22/14.56
沪深300指数	2858.57
深证成指	11034.73



## 相关报告

1. 《理顺股权关系,推进省内外网络整合》, 2010.5.28
2. 《业绩略低于预期,三网融合和创投是2010年主要看点》, 2010.3.31
3. 《创投减持影响业绩,三网融合或将加速跨区整合》, 2010.2.12

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人  
(8621)61038204  
zhanglw@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.052	0.072	0.290	0.414	0.532
每股净资产(元)	4.14	4.81	4.97	5.25	5.65
每股经营性现金流(元)	0.91	2.56	-0.05	1.70	1.72
市盈率(倍)	257.00	248.87	67.78	47.54	36.99
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	-81.19%	37.94%	300.82%	42.56%	28.52%
净资产收益率(%)	1.27%	1.51%	5.84%	7.88%	9.41%
总股本(百万股)	406.38	406.38	406.38	406.38	406.38

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 电广传媒 2010 年上半年实现营业收入 31.18 亿元, 同比增长 64.80%, 实现归属于母公司净利润 2001.47 万元, 同比增长 35.04%, 每股收益 0.05 元, 符合我们中报预览中的预期。主营业务收入增长势头明显, 然整体盈利能力仍然有待提高。

## 经营分析

- 有线网络盈利能力显著增强：报告期内, 公司有线网络用户超过 350 万户, 共完成数字电视用户整体转换 36.67 万户, 用户机顶盒累计达到 313.万台, 双向网络的改造工作全面启动。受益于数字化平移提价效应的滞后反应, 有线网业务实现收入 5.89 亿元, 同比增长 53.97%, 毛利率提高 5.75 个百分点, 达到 53.97%。我们认为, 随着三网融合试点工作的正式启动, 公司对省内有线网络的整合工作将得到有效推动, 在理顺省内网络股权关系的基础上为全面开展三网融合条件下的增值业务奠定坚实基础。
- 广告业务收入大幅增长, 难改增收不增利局面, 得益于湖南广电的强势发展, 广告业务实现收入 24.3 亿元, 同比增长 73.53%, 毛利率则降为 11.93%, 难改增收不增利的局面。广告业务的高增长缘于营销方式的不断创新、省外业务拓展所取得的积极成效。公司影视制作业务迈出实质性步伐、旅游酒店业务受折旧和财务费用影响效益仍然不佳。
- 创投业务力度进一步加大, 扮演业绩稳定器角色：09 年公司的创投业务步入高速发展期, 尤其是创业板大幕拉开, 公司旗下项目在中小板和创业板上都保持较高的通过率, 达晨创投品牌名声鹊起, 今年上半年, 公司共完成投资项目 16 个, 投资额 4.6 亿, 报告期内有 3 家投资企业实现 IPO, 4 家企业过会待上市, 今年可套现的创投项目大幅增加, 受市场因素影响, 创投套现的力度可能会有所减少, 但从目前情况来看, 创投业务仍然是处于转型期中的公司业绩的稳定器。

## 盈利调整

- 根据上半年的经营情况, 考虑到今年的市场因素, 我们对公司创投项目套现力度进行了调整, 据此下调公司 2010-2012 每股收益至 0.29、0.41、0.53 元, 下调幅度分别为-35.6%、-23.2%、-15.5%。

## 投资建议

- 对应当前股价 2010-2012 年 PE 分别为 67.8, 47.5, 37.0, 估值处于板块的高端, 考虑到国家积极推进国家级有线网络公司的建设, 有线网络跨区域整合的概率在变小, 我们下调投资评级为“持有”, 建议关注创投项目的过会进度、三网融合背景下增值业务的开展以及省内网络整合的步伐。

敬请参阅最后一页特别声明

**图表1：电广传媒半年度利润简表**

单位（百万元）	1H 09	2H 09	1H 10	1H 10vs2H 09	1H 10vs1H 09
营业收入	1891.88	2,283.11	3117.88	36.56%	64.80%
营业总成本	1854.49	2,512.97	3084.74	22.75%	66.34%
营业成本	1408.17	1,761.40	2426.91	37.78%	72.34%
营业税金及附加	82.67	96.82	136.06	40.53%	64.58%
销售费用	81.91	227.24	123.62	-45.60%	50.92%
管理费用	208.94	257.89	261.20	1.28%	25.01%
财务费用	88.79	96.40	112.42	16.62%	26.61%
资产减值损失	(15.99)	73.23	24.54	-66.48%	-253.47%
投资净收益	26.70	195.53	71.34	-63.52%	167.20%
营业利润	67.30	-23.52	97.17	-513.14%	44.38%
营业外收入	8.22	9.01	4.23	-53.01%	-48.55%
营业外支出	0.41	4.58	2.88	-37.20%	609.97%
利润总额	75.12	-19.09	98.53	-616.04%	31.16%
所得税	10.21	-82.16	1.98	-102.41%	-80.58%
净利润	64.91	63.06	96.54	53.09%	48.74%
少数股东损益	50.08	48.46	76.53	57.92%	52.80%
属于母公司所有者的净利	14.82	14.60	20.01	37.06%	35.04%
每股收益（元）	0.04	0.04	0.05	37.06%	35.04%
毛利率	25.57%	22.85%	22.16%	-0.69%	-3.41%
销售费用率	4.33%	9.95%	3.96%	-5.99%	-0.36%
管理费用率	11.04%	11.30%	8.38%	-2.92%	-2.67%
财务费用率	4.69%	4.22%	3.61%	-0.62%	-1.09%
有效税率	13.60%		2.01%	2.01%	-11.58%
净利润率	3.43%	2.76%	3.10%	0.33%	-0.33%

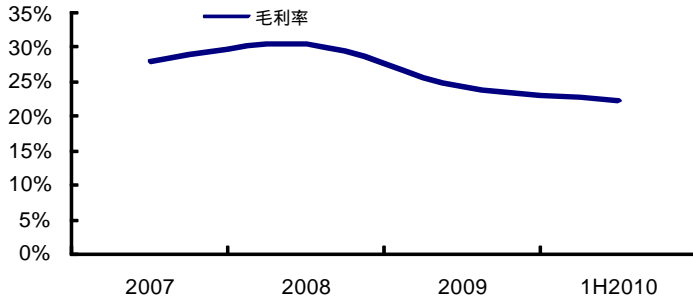
来源：国金证券研究所

**图表2：电广传媒分季度利润简表**

单位（百万元）	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	2Q 10vs1Q 10
营业收入	885.92	1,005.96	1,123.28	1,159.83	1552.44	1565.44	0.84%
营业总成本	882.01	972.48	1,143.98	1,368.99	1551.90	1532.84	-1.23%
营业成本	634.97	773.20	864.94	896.45	1191.06	1235.85	3.76%
营业税金及附加	40.16	42.50	47.85	48.97	65.11	70.95	8.97%
销售费用	40.59	41.31	54.63	172.61	83.77	39.85	-52.43%
管理费用	113.72	95.23	134.78	123.11	150.46	110.73	-26.41%
财务费用	53.10	35.69	43.85	52.55	60.31	52.11	-13.61%
资产减值损失	-0.54	-15.45	-2.07	75.30	1.19	23.36	1869.93%
投资净收益	23.80	2.90	51.63	143.90	45.49	25.85	-43.17%
营业利润	30.27	37.03	31.83	-55.35	48.58	48.59	0.03%
营业外收入	4.35	3.88	3.97	5.04	0.49	3.74	660.37%
营业外支出	0.07	0.34	0.86	3.72	0.51	2.36	359.11%
利润总额	34.56	40.56	34.93	-54.03	48.55	49.97	2.92%
所得税	5.51	4.70	8.48	-90.64	4.14	(2.16)	-152.10%
净利润	29.04	35.86	26.45	36.61	44.41	52.13	17.37%
少数股东损益	22.26	27.82	17.23	31.24	39.71	36.81	-7.30%
归属于母公司所有者的净利润	6.78	8.04	9.23	5.38	4.70	15.32	225.89%
每股收益（元）	0.017	0.020	0.023	0.013	0.012	0.038	225.89%

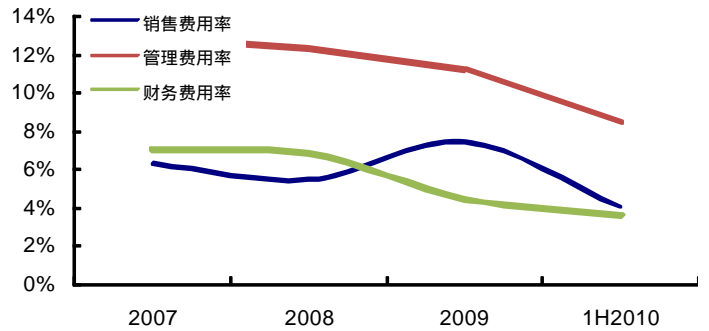
来源：国金证券研究所

图表3：电广传媒整体毛利率有所下滑

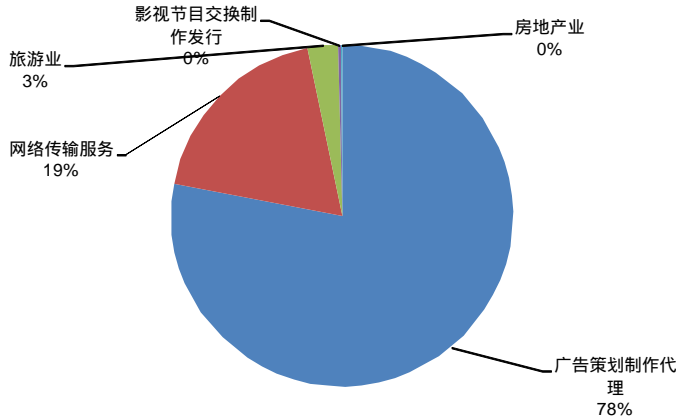


来源：国金证券研究所

图表4：电广传媒期间费用率下降

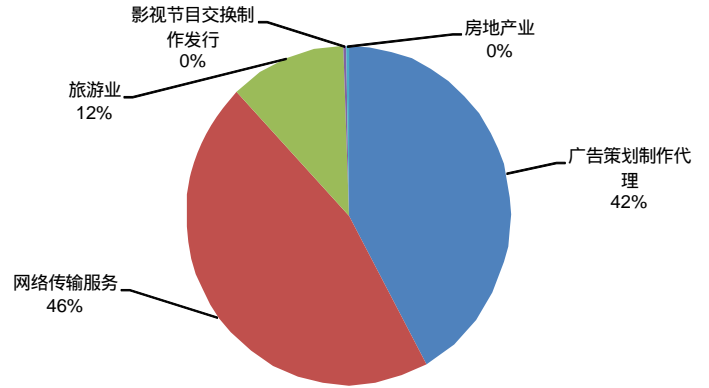


图表5：电广传媒主营业务收入构成(1H2010)

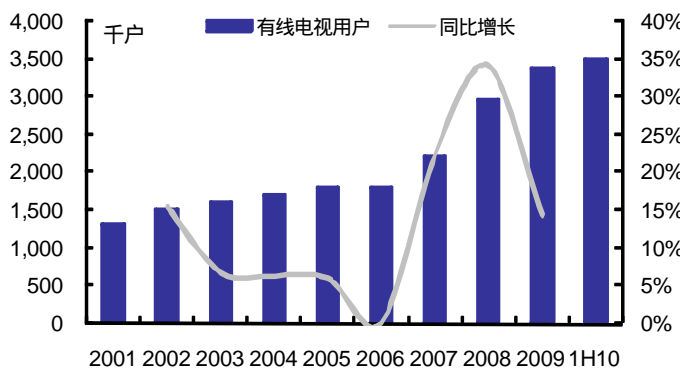


来源：国金证券研究所

图表6：电广传媒主营业务毛利构成(1H2010)

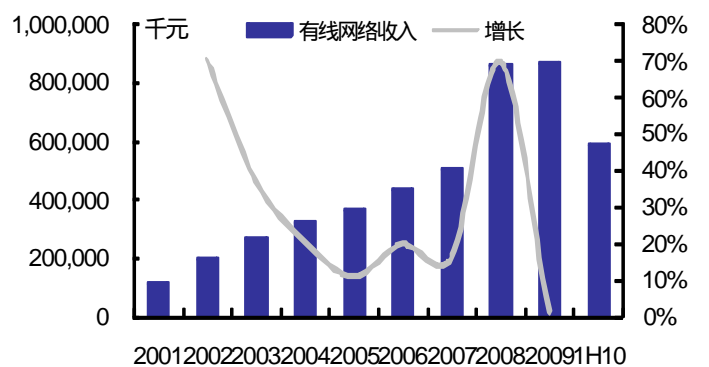


图表7：电广传媒有线网络用户变化(2001-1H2010)



来源：国金证券研究所

图表8：电广传媒有线网络收入变化(2001-1H2010)



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,650</b>	<b>3,351</b>	<b>4,175</b>	<b>5,814</b>	<b>6,512</b>	<b>6,938</b>	货币资金	1,315	1,747	2,311	2,100	2,000	2,200
增长率		26.5%	24.6%	39.3%	12.0%	6.5%	应收款项	431	296	205	510	570	605
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,908</b>	<b>-2,329</b>	<b>-3,170</b>	<b>-4,395</b>	<b>-4,884</b>	<b>-5,201</b>	存货	696	948	1,078	1,674	1,780	1,781
% 销售收入	72.0%	69.5%	75.9%	75.6%	75.0%	75.0%	其他流动资产	261	204	243	397	438	465
<b>毛利</b>	<b>742</b>	<b>1,022</b>	<b>1,005</b>	<b>1,419</b>	<b>1,629</b>	<b>1,736</b>	流动资产	2,705	3,196	3,837	4,681	4,787	5,051
% 销售收入	28.0%	30.5%	24.1%	24.4%	25.0%	25.0%	% 总资产	40.3%	40.3%	41.4%	45.8%	44.8%	45.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-123</b>	<b>-153</b>	<b>-179</b>	<b>-256</b>	<b>-287</b>	<b>-305</b>	长期投资	816	985	1,309	955	1,026	1,073
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	固定资产	2,952	3,448	3,790	4,238	4,492	4,555
<b>营业费用</b>	<b>-166</b>	<b>-181</b>	<b>-309</b>	<b>-349</b>	<b>-391</b>	<b>-416</b>	% 总资产	43.9%	43.5%	40.9%	41.4%	42.1%	41.2%
% 销售收入	6.3%	5.4%	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	228	272	321	350	371	374
<b>管理费用</b>	<b>-340</b>	<b>-412</b>	<b>-467</b>	<b>-552</b>	<b>-638</b>	<b>-666</b>	非流动资产	4,015	4,726	5,433	5,545	5,890	6,004
% 销售收入	12.8%	12.3%	11.2%	9.5%	9.8%	9.6%	% 总资产	59.7%	59.7%	58.6%	54.2%	55.2%	54.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>113</b>	<b>276</b>	<b>50</b>	<b>262</b>	<b>313</b>	<b>349</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,719</b>	<b>7,922</b>	<b>9,270</b>	<b>10,226</b>	<b>10,678</b>	<b>11,055</b>
% 销售收入	4.3%	8.2%	1.2%	4.5%	4.8%	5.0%	短期借款	1,689	2,398	1,018	1,245	1,375	1,549
<b>财务费用</b>	<b>-185</b>	<b>-227</b>	<b>-185</b>	<b>-218</b>	<b>-239</b>	<b>-235</b>	应付款项	1,319	1,221	1,889	2,226	2,441	2,499
% 销售收入	7.0%	6.8%	4.4%	3.8%	3.7%	3.4%	其他流动负债	206	291	274	544	603	639
<b>资产减值损失</b>	<b>-60</b>	<b>-27</b>	<b>-57</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	3,214	3,910	3,180	4,015	4,419	4,687
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	1,133	1,594	3,180	3,230	3,030	2,830
<b>投资收益</b>	<b>388</b>	<b>143</b>	<b>222</b>	<b>260</b>	<b>315</b>	<b>355</b>	其他长期负债	21	2	110	0	0	0
% 税前利润	151.4%	76.7%	396.6%	83.5%	78.4%	73.5%	<b>负债</b>	<b>4,367</b>	<b>5,507</b>	<b>6,471</b>	<b>7,246</b>	<b>7,449</b>	<b>7,517</b>
<b>营业利润</b>	<b>249</b>	<b>176</b>	<b>44</b>	<b>302</b>	<b>389</b>	<b>468</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,739</b>	<b>1,683</b>	<b>1,954</b>	<b>2,019</b>	<b>2,134</b>	<b>2,297</b>
营业利润率	9.4%	5.3%	1.0%	5.2%	6.0%	6.8%	少数股东权益	613	733	846	961	1,094	1,241
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,719</b>	<b>7,922</b>	<b>9,270</b>	<b>10,226</b>	<b>10,678</b>	<b>11,055</b>
<b>税前利润</b>	<b>256</b>	<b>187</b>	<b>56</b>	<b>311</b>	<b>402</b>	<b>483</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.7%	5.6%	1.3%	5.4%	6.2%	7.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-69</b>	<b>-51</b>	<b>72</b>	<b>-78</b>	<b>-100</b>	<b>-121</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.9%	27.5%	-128.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.335	0.052	0.072	0.290	0.414	0.532
<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>135</b>	<b>128</b>	<b>233</b>	<b>301</b>	<b>362</b>	每股净资产	5.135	4.141	4.808	4.968	5.252	5.653
<b>少数股东损益</b>	<b>74</b>	<b>114</b>	<b>99</b>	<b>116</b>	<b>133</b>	<b>146</b>	每股经营现金净流	1.748	0.907	2.557	-0.052	1.704	1.715
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>113</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>118</b>	<b>168</b>	<b>216</b>	每股股利	0.030	0.020	0.020	0.130	0.130	0.130
净利率	4.3%	0.6%	0.7%	2.0%	2.6%	3.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.52%	1.27%	1.51%	5.84%	7.88%	9.41%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	1.69%	0.27%	0.32%	1.15%	1.57%	1.95%
<b>净利润</b>	<b>113</b>	<b>135</b>	<b>128</b>	<b>233</b>	<b>301</b>	<b>362</b>	投入资本收益率	1.59%	3.12%	1.61%	2.63%	3.08%	3.30%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>265</b>	<b>294</b>	<b>409</b>	<b>341</b>	<b>371</b>	<b>395</b>	主营业务收入增长率	30.55%	26.47%	24.58%	39.26%	12.00%	6.53%
<b>非经营收益</b>	<b>-200</b>	<b>79</b>	<b>-33</b>	<b>-103</b>	<b>-46</b>	<b>-91</b>	EBIT增长率	N/A	143.94%	-81.92%	424.13%	19.57%	11.44%
<b>营运资金变动</b>	<b>310</b>	<b>-139</b>	<b>534</b>	<b>-493</b>	<b>67</b>	<b>30</b>	净利润增长率	483.84%	-81.19%	37.94%	300.82%	42.56%	28.52%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>487</b>	<b>369</b>	<b>1,037</b>	<b>-21</b>	<b>692</b>	<b>697</b>	总资产增长率	29.39%	17.91%	17.01%	10.31%	4.42%	3.53%
<b>资本开支</b>	<b>-536</b>	<b>-729</b>	<b>-736</b>	<b>-810</b>	<b>-632</b>	<b>-448</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-67</b>	<b>-165</b>	<b>189</b>	<b>354</b>	<b>-72</b>	<b>-47</b>	应收账款周转天数	11.9	7.5	6.4	6.8	6.7	6.6
<b>其他</b>	<b>471</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>260</b>	<b>315</b>	<b>355</b>	存货周转天数	99.7	128.9	116.7	139.0	133.0	125.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-132</b>	<b>-792</b>	<b>-443</b>	<b>-196</b>	<b>-389</b>	<b>-140</b>	应付账款周转天数	49.0	72.7	59.5	78.0	75.0	68.0
<b>股权募资</b>	<b>72</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	363.1	353.1	304.8	219.9	193.8	174.7
<b>债权募资</b>	<b>86</b>	<b>1,107</b>	<b>205</b>	<b>277</b>	<b>-70</b>	<b>-26</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-207</b>	<b>-252</b>	<b>-280</b>	<b>-271</b>	<b>-334</b>	<b>-332</b>	净负债/股东权益	61.99%	92.95%	66.48%	78.83%	73.70%	60.87%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>855</b>	<b>-32</b>	<b>6</b>	<b>-404</b>	<b>-358</b>	EBIT利息保障倍数	0.6	1.2	0.3	1.2	1.3	1.5
<b>现金净流量</b>	<b>306</b>	<b>432</b>	<b>562</b>	<b>-211</b>	<b>-100</b>	<b>200</b>	资产负债率	65.00%	69.51%	69.80%	70.86%	69.76%	68.00%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	1	7
持有	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-09-01	持有	12.57	14.50 ~ 15.50
2 2008-09-22	买入	13.29	18.80 ~ 23.50
3 2009-04-16	持有	16.88	14.05 ~ 16.35
4 2009-05-04	持有	16.55	12.81 ~ 15.62
5 2010-02-12	持有	21.63	18.50 ~ 20.50
6 2010-03-31	买入	20.78	N/A
7 2010-05-28	买入	19.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室